

Ngành điện

“Tiềm năng cung ứng điện từ nguồn năng lượng gió”

Ngoc Nguyen

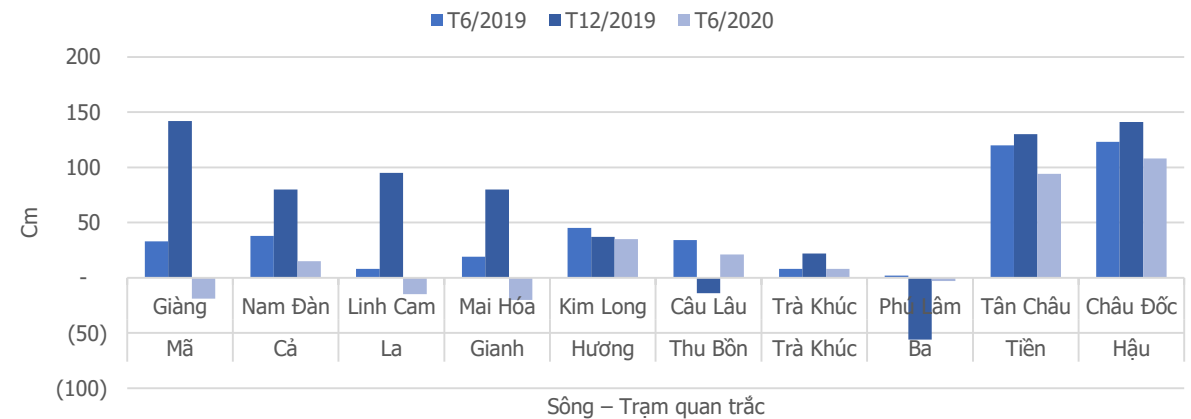
(+84) 77 47 01272

Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn

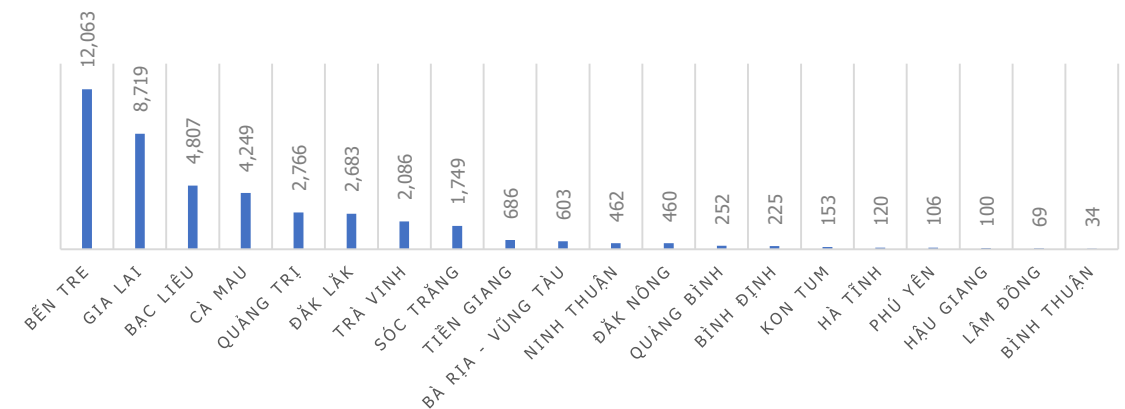
Tiềm năng cung ứng điện từ nguồn năng lượng gió tại Việt Nam

- Tăng trưởng tiêu thụ điện Việt Nam trong 5 tháng đầu 2020 đạt mức 1.8% so với cùng kỳ 2019 (CK). Mặc dù các hoạt động kinh tế đã dần phục hồi sau giai đoạn cách ly xã hội, sản lượng điện thương phẩm T5/2020 vẫn ở mức thấp hơn 4.19% CK. Nguyên nhân một phần do sản lượng điện sản xuất từ nguồn thủy điện và điện khí sụt giảm. Lũy kế 5 tháng đầu 2020, sản lượng thủy điện đạt 15.7 tỷ kWh (-33.8% CK), sản lượng điện khí đạt 16 tỷ kWh (-15.9% CK). Theo đó, EVN đã tăng huy động nhóm nhiệt điện than 16.8% CK với tổng sản lượng đạt 58.1 tỷ kWh để đáp ứng nhu cầu sử dụng. Chúng tôi cho rằng sự cố dừng cấp khí Lô 11.2 (sản lượng giảm 1.5 triệu m³/ngày, tương đương 6% tổng lượng cung khí) sẽ ảnh hưởng đến hết Q2/2020.
- Đối với nhóm thủy điện, chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2020 ghi nhận mức giảm bình quân 51% CK. Tuy nhiên, với mức cơ sở thấp trong 2020, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các công ty thủy điện sẽ tăng mạnh (+180% CK) trong 2021 khi Việt Nam bước vào chu kỳ 2 năm thuận lợi về thủy văn. Q1/2020, lợi nhuận ròng (LNR) của các công ty thủy điện niêm yết đã giảm 76% CK. Kết quả kinh doanh kém khả quan dự kiến kéo dài đến Q2/2020 và cải thiện dần trong 6 tháng cuối năm. Mức nước tại một số sông chính khu vực miền Trung và miền Nam tính đến 12/06/2020 đang thấp hơn 48% CK và thấp hơn 66% so với số liệu đầu năm. Tuy nhiên, so với T5/2020, mức nước đã bắt đầu tăng trở lại 111%.
- Về triển vọng trung hạn, chúng tôi cho rằng các dự án điện gió sẽ được tập trung phát triển trong thời gian tới. Trong T6/2020, Thủ Tướng Chính Phủ (TTCP) đã đồng ý chủ trương bổ sung quy hoạch điện gió và giao Bộ Công Thương (BCT) thực hiện việc rà soát, cập nhật các dự án vào quy hoạch phát triển điện lực theo quy định. Theo báo cáo của BCT, tính đến T4/2020, Việt Nam có 254 dự án điện gió với tổng công suất 45,757 MW đang được đề xuất bổ sung quy hoạch. T5 và T6/2020 tiếp tục ghi nhận thêm gần 670 MW dự án điện gió được UBND các tỉnh Hà Tĩnh và Kon Tum có văn bản đề nghị BCT xem xét bổ sung quy hoạch. Trước đó trong T4/2020, BCT cũng đề xuất TTCP duy trì cơ chế giá cố định cho các dự án điện gió đến T12/2023, theo Văn bản số 2491/BCT-ĐL.

Mức nước một số sông chính khu vực miền Trung & miền Nam



CÔNG SUẤT DỰ ÁN ĐIỆN GIÓ ĐỀ XUẤT BỔ SUNG QUY HOẠCH (MW)



Nguồn: EVN, BCT, MBS Research

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

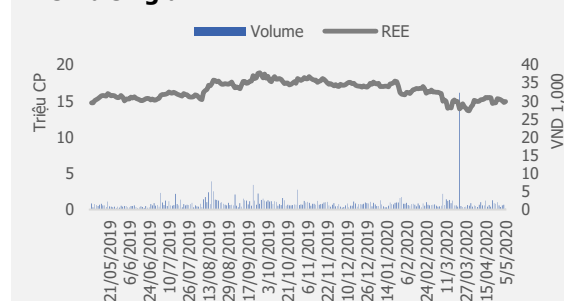


MUA; Giá mục tiêu: VND 37,400

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CP REE và điều chỉnh tăng nhẹ 2% giá mục tiêu lên mức 37,400 đồng/CP (upside 17%), phản ánh hiệu quả đem lại từ dự án điện mặt trời (DA ĐMT) Thác Mơ.

- Chúng tôi dự phóng DA ĐMT Thác Mơ 50 MWp của TMP (REE sở hữu 42.6%) tạo ra lợi nhuận ròng (LNR) bình quân 68 tỷ đồng/năm trong vòng đời 20 năm bắt đầu từ 2021. DA dự kiến vận hành trước ngày 14/12/2020 và hưởng mức giá cố định 7.09 US cent/kWh. IRR ước đạt 19%.
- LNR 9 tháng cuối 2020 dự phóng đạt 1,219 tỷ đồng (-5% CK). Trong đó, lợi nhuận ròng từ mảng cho thuê văn phòng dự kiến tiếp tục tăng trưởng 17% CK, bù đắp cho sự sụt giảm của mảng M&E (-38% CK) và mảng điện nước (-15% CK). So với cùng kỳ, chúng tôi nhận định hoạt động kinh doanh nhóm thủy điện sẽ ghi nhận lợi nhuận thấp hơn nhưng nhìn chung, kết quả kỳ vọng vẫn khả quan hơn mức thực hiện Q1/2020 khi điều kiện thủy văn thuận lợi hơn trong 6 tháng cuối 2020. Theo đó, cả năm 2020, LNR ước đạt 1,475 tỷ đồng (-10% CK).
- LNR 2021 dự phóng cải thiện mạnh 26% CK, đóng góp chủ yếu từ mức tăng trưởng lợi nhuận 60% CK của danh mục điện nước. Nhóm thủy điện có khả năng phục hồi mạnh dưới tác động tích cực của tình hình thời tiết mang tính chu kỳ tại Việt Nam với 2 năm mưa và 2 năm hạn xen kẽ. Bên cạnh đó, nhóm điện còn ghi nhận thêm lợi nhuận từ DA ĐMT Thác Mơ và DA thủy điện Thượng Kon Tum (vận hành từ T8/2020, kỳ vọng bắt đầu đem lại lợi nhuận từ 2021). Đối với hoạt động M&E, LNR ước giảm 16% CK dựa trên tình hình khó khăn trong việc tìm kiếm dự án mới gối đầu dẫn đến giá trị backlog cuối năm 2020 sụt giảm.
- REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 6.7x cho 2020 và 5.4x cho 2021, thấp hơn so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x). Rủi ro tăng trưởng thị giá so với giá mục tiêu của chúng tôi có khả năng đến từ những thông tin tích cực về các DA mới. REE thành lập CTCP BĐS Song Long trong T2/2020 và dự kiến phát triển DA mới tại thành phố Buôn Mê Thuột, tỉnh Dak Lak. Tuy nhiên, kế hoạch triển khai cụ thể chưa được công bố.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
REE (%)	+8%	-1%	+5%
VN-Index (%)	+16%	-1%	-7%

Ngày cập nhật	05/06/2020
Thị giá	VND 32,000
Giá mục tiêu	VND 37,400
Upside	+17%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	VND 9,906 tỷ USD 424 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 27,300 VND 37,800
Giá trị giao dịch/ngày	VND 29 tỷ USD 1.2 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	49%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	4,890	5,646	5,212	5,386	5,536
EBIT	2,334	2,225	2,713	2,977	2,876
Lợi nhuận ròng	1,639	1,475	1,854	2,077	2,042
Lợi nhuận (cơ bản)	1,481	1,461	1,854	2,077	2,042
EPS (VND)	5,286	4,750	5,974	6,692	6,578
Tăng trưởng EPS (%)	-8%	-10%	26%	12%	-2%
P/E (x)	6.1	6.7	5.4	4.8	4.9
EV/EBITDA (x)	7	8	6	6	5
Cổ tức (VND)	1,800	1,600	1,600	1,600	1,600
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	5%	5%	5%	5%
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	16%	13%	15%	15%	13%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	63%	72%	68%	56%	44%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	4,890	5,646	5,212	5,386
Giá vốn hàng bán	3,644	4,193	3,712	3,806
Lợi nhuận gộp	1,246	1,454	1,499	1,580
Doanh thu tài chính	442	425	453	503
Chi phí tài chính	386	502	537	571
Lợi nhuận liên doanh liên kết	907	665	1,085	1,234
Chi phí bán hàng	78	90	83	86
Chi phí quản lý	222	233	245	257
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1,910	1,719	2,172	2,402
Lợi nhuận khác	11	13	13	13
Lợi nhuận trước thuế	1,921	1,732	2,185	2,415
Lợi nhuận sau thuế	1,720	1,559	1,966	2,198
Lợi nhuận ròng	1,639	1,475	1,854	2,077
Lợi ích cổ đông thiểu số	81	84	112	121

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	5,999	6,206	5,480	5,792
I. Tiền & tương đương tiền	1,540	328	96	283
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,221	1,221	1,221	1,221
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,138	2,567	2,369	2,448
IV. Hàng tồn kho	987	1,996	1,768	1,813
V. Tài sản ngắn hạn khác	113	93	27	27
Tài sản dài hạn	13,624	14,927	17,130	17,832
I. Các khoản Phải thu dài hạn	39	39	39	39
II. Tài sản cố định	1,859	1,729	4,413	4,167
1. Tài sản cố định hữu hình	1,827	1,698	4,383	4,138
2. Tài sản cố định vô hình	32	31	30	29
III. Bất động sản đầu tư	1,856	1,726	1,597	1,468
IV. Tài sản dở dang dài hạn	68	1,504	788	1,508
V. Đầu tư tài chính dài hạn	9,214	9,368	9,759	10,143
VI. Tài sản dài hạn khác	588	560	533	506
Tổng tài sản	19,623	21,133	22,610	23,623
Nợ phải trả	8,521	9,056	9,179	8,615
I. Nợ ngắn hạn	3,269	3,395	3,216	3,154
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,381	2,329	2,062	2,237
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	888	1,065	1,154	917
II. Nợ dài hạn	5,252	5,661	5,963	5,460
1. Các khoản phải trả dài hạn	513	513	513	513
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4,739	5,148	5,450	4,947
Vốn chủ sở hữu	11,102	12,077	13,431	15,009
1. Vốn điều lệ	3,101	3,101	3,101	3,101
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	6,246	7,221	8,575	10,153
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	705	705	705	705
Tổng nguồn vốn	19,623	21,133	22,610	23,623

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	5,286	4,750	5,974	6,692
BVPS (VND)	35,801	38,945	43,313	48,399
P/E	6.1	6.7	5.4	4.8
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	25%	26%	29%	29%
Biên EBITDA	50%	45%	59%	62%
Biên lợi nhuận ròng	34%	26%	36%	39%
ROE	16%	13%	15%	15%
ROA	9%	7%	8%	9%
Tăng trưởng				
Doanh thu	-4%	15%	-8%	3%
Lợi nhuận trước thuế	-9%	-10%	26%	11%
Lợi nhuận ròng	-8%	-10%	26%	12%
EPS	-8%	-10%	26%	12%
Tổng tài sản	27%	8%	7%	4%
Vốn chủ sở hữu	12%	9%	11%	12%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.84	1.83	1.70	1.84
Thanh toán nhanh	1.53	1.24	1.15	1.26
Nợ/Tài sản	43%	43%	41%	36%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.77	0.75	0.68	0.57
Khả năng thanh toán lãi vay	6.55	4.21	4.80	5.30
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	2	2	2	2
Số ngày thu tiền bán hàng	153	166	166	166
Vòng quay hàng tồn kho	4	2	2	2
Số ngày tồn kho	98	174	174	174
Vòng quay các khoản phải trả	2	2	2	2
Số ngày phải trả	217	203	203	203

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	319	(763)	903	810
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(1,630)	(539)	(1,030)	612
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	985	91	(107)	(1,235)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(325)	(1,212)	(233)	187

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

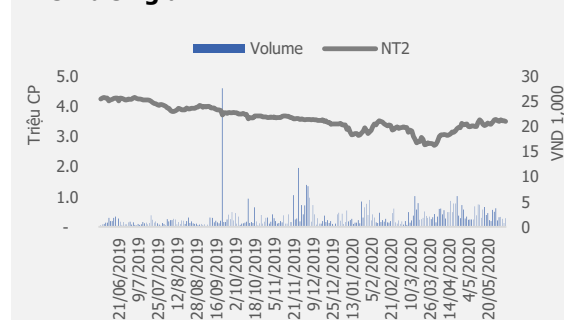


NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 23,400

Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu NT2 và điều chỉnh tăng 5% giá mục tiêu lên mức 23,400 đồng/CP (+10% upside). Thị giá CP đã tăng 7% kể từ báo cáo cập nhật vào T5/2020 của chúng tôi. Vì vậy, với upside còn lại và khả năng duy trì tỷ suất cổ tức 10%/năm, chúng tôi cho rằng NT2 phù hợp với các nhà đầu tư thận trọng có khẩu vị rủi ro thấp.

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% LNR 2020 và tăng 5% LNR bình quân giai đoạn 2021 – 2025 so với BC cập nhật gần nhất. Quá trình đàm phán lại PPA (Hợp đồng mua bán điện) được kỳ vọng hoàn thành trong Q4/2020 và chính thức áp dụng giá FC mới (điều chỉnh giảm so với HĐ cũ) từ 2021. Diễn biến này trẻ hơn so với giả định trước đây của chúng tôi là áp dụng FC mới từ 2020. Từ 2021, chúng tôi điều chỉnh tăng 8% sản lượng khí bổ sung từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt. NT2 cho biết công ty đã ký phụ lục hợp đồng đàm phán mua khí từ nguồn này.
- LNR 2020 dự phóng đạt 721 tỷ đồng (-4% CK). Trong đó, 6 tháng cuối 2020 LNR ước đạt 321 tỷ đồng (-13% CK), ảnh hưởng từ đợt trung tu trong T9 – T10/2020. 6 tháng đầu 2020, NT2 công bố LNR sơ bộ ước đạt 400 tỷ đồng (+3% CK). 2021, chúng tôi dự phóng LNR đạt 692 tỷ đồng (-4% CK). Lợi nhuận gộp (LNG)/kWh dự kiến giảm 16% từ 204 đồng/kWh còn 171 đồng/kWh sau khi áp dụng giá FC mới. Tuy nhiên, sản lượng điện ước tăng 9% CK sau đợt trung tu trong 2020 và được bổ sung nguồn khí mới, đồng thời, chi phí lãi vay, phí bảo hiểm khoản vay giảm 58% CK còn 49 tỷ đồng góp phần hạn chế tác động của việc giảm FC.
- CP NT2 hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 9x cho 2020 và 2021, cao hơn P/E các doanh nghiệp cùng ngành ~ 8x. Rủi ro thay đổi giá mục tiêu của chúng tôi đến từ kết quả đàm phán chính thức PPA. Trường hợp FC cao hơn 10 đồng/kWh so với mức dự phóng, LNR hàng năm sẽ cải thiện 6% so với kịch bản cơ sở của chúng tôi. Ngoài ra, dự phóng của chúng tôi không bao gồm các khoản cổ tức bất thường từ nguồn chênh lệch tỷ giá đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc ngoại tệ trong lợi nhuận chưa phân phối (lũy kế đến cuối 2019 ~ 603 tỷ đồng) sau khi NT2 tất toán hết các khoản vay dài hạn trong 6 tháng đầu 2021.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
NT2 (%)	+7%	+8%	-17%
VN-Index (%)	+16%	-1%	-7%

Ngày cập nhật	17/06/2020
Thị giá	VND 21,350
Giá mục tiêu	VND 23,400
Upside	+10%
Bloomberg	NT2 VN
Vốn hóa	VND 6,204 tỷ
	USD 266 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 16,300
	VND 25,900
Giá trị giao dịch/ngày	VND 6.8 tỷ
	USD 0.3 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	17.9%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	7,654	7,055	7,583	7,825	7,678
EBIT	885	811	751	772	715
Lợi nhuận ròng	754	721	692	722	668
Lợi nhuận (cơ bản)	710	729	691	721	667
EPS (VND)	2,540	2,429	2,332	2,431	2,250
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	-4%	-4%	4%	-7%
P/E (x)	8	9	9	9	9
EV/EBITDA (x)	6	6	6	5	5
Cổ tức (VND)	2,500	2,300	2,200	2,300	2,100
Tỷ suất cổ tức (%)	12%	11%	10%	11%	10%
P/B (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
ROE (%)	19%	17%	17%	17%	16%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	72%	60%	45%	29%	14%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook

CTCP Điện Lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	7,654	7,055	7,583	7,825
Giá vốn hàng bán	6,679	6,097	6,707	6,965
Lợi nhuận gộp	975	958	876	860
Doanh thu tài chính	48	37	22	37
Chi phí tài chính	168	137	65	23
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	87	96	105	116
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	767	763	728	759
Lợi nhuận khác	30	-4	1	1
Lợi nhuận trước thuế	797	759	729	760
Lợi nhuận sau thuế	754	721	692	722
Lợi nhuận ròng	754	721	692	722
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2,416	2,409	2,942	3,768
I. Tiền & tương đương tiền	451	82	449	1,192
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	200	200	200
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,459	1,809	1,944	2,007
IV. Hàng tồn kho	302	254	279	290
V. Tài sản ngắn hạn khác	4	64	69	80
Tài sản dài hạn	5,148	4,315	3,579	2,870
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	4,876	4,198	3,521	2,843
1. Tài sản cố định hữu hình	4,853	4,177	3,502	2,826
2. Tài sản cố định vô hình	23	21	19	17
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1	1	1	1
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	270	116	58	27
Tổng tài sản	7,564	6,724	6,521	6,638
Nợ phải trả	3,437	2,568	2,337	2,425
I. Nợ ngắn hạn	2,944	2,567	2,336	2,424
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,594	1,793	2,033	2,111
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,350	774	303	313
II. Nợ dài hạn	493	1	1	1
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	1	1	1
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4,127	4,156	4,185	4,213
1. Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879	2,879
2. Thặng dư vốn cổ phần	-1	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,249	1,277	1,306	1,334
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	7,564	6,724	6,521	6,638

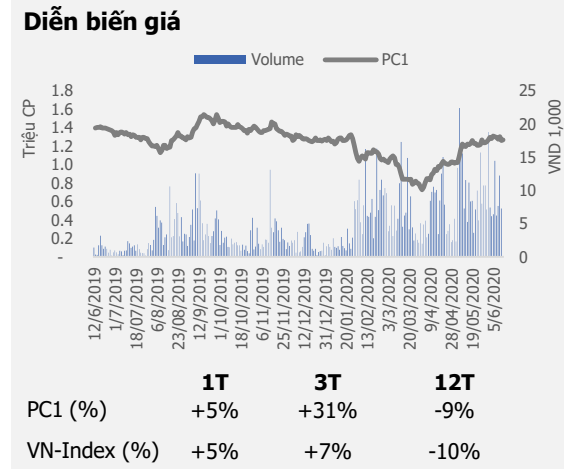
Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2,540	2,429	2,332	2,431
BVPS (VND)	14,333	14,435	14,535	14,635
P/E	8	9	9	9
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	13%	14%	12%	11%
Biên EBITDA	21%	21%	19%	19%
Biên lợi nhuận ròng	10%	10%	9%	9%
ROE	19%	17%	17%	17%
ROA	9.2%	10.1%	10.5%	11.0%
Tăng trưởng				
Doanh thu	0%	-8%	7%	3%
Lợi nhuận trước thuế	-3%	-5%	-4%	4%
Lợi nhuận ròng	-4%	-4%	-4%	4%
EPS	-3%	-4%	-4%	4%
Tổng tài sản	-15%	-11%	-3%	2%
Vốn chủ sở hữu	12%	1%	1%	1%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.82	0.94	1.26	1.55
Thanh toán nhanh	0.72	0.84	1.14	1.43
Nợ/Tài sản	45%	38%	36%	37%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.83	0.62	0.56	0.58
Khả năng thanh toán lãi vay	9.66	15.60	34.16	61.66
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3.8	3.9	3.9	3.9
Số ngày thu tiền bán hàng	95	94	94	94
Vòng quay hàng tồn kho	24	24	24	24
Số ngày tồn kho	15	15	15	15
Vòng quay các khoản phải trả	3.5	3.4	3.3	3.3
Số ngày phải trả	103	107	111	111

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	1,917	1,348	1,473	1,382
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(187)	22	7	22
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(1,344)	(1,738)	(1,114)	(661)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	386	(369)	367	742

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 19,400

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA sang NĂM GIỮ đối với CP PC1 với giá mục tiêu 19,400 đồng/CP (upside 10%), điều chỉnh giảm 13% từ mức 22,200 đồng/CP. Thị giá CP đã tăng 16% kể từ báo cáo cập nhật vào T2/2020 của chúng tôi. Mặc dù phản ánh thêm lợi nhuận đóng góp từ 2 dự án điện gió Phong Huy và Phong Nguyên (tương đương 24% LNR PC1 từ 2021), tuy nhiên trong mô hình FCFE, chúng tôi điều chỉnh tăng 41% hệ số beta từ 0.44 lên 0.62 dựa trên cập nhật mức độ tương quan giữa sự thay đổi giá CP PC1 và chỉ số VNIndex từ khi PC1 bắt đầu niêm yết trên HSX.

- Bên cạnh dự án điện gió Liên Lập, chúng tôi dự phóng 2 DA điện gió Phong Huy và Phong Nguyên (đồng công suất 48 MW, PC1 sở hữu gần 60%) đem lại tổng LNR 185 tỷ đồng/năm bình quân cho PC1 trong vòng đời 20 năm bắt đầu từ 2021. DA dự kiến vận hành trong T10/2021 và hưởng mức giá cố định 8.5 US cent/kWh. IRR ước đạt 19.3%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm LNR 2020 (-11%), 2021 (-17%) và điều chỉnh tăng LNR 2022 (+63%) so với BC cập nhật gần nhất. DA thủy điện Mông Ân (30 MW) giãn tiến độ phát điện đồng bộ 2 tổ máy từ Q1/2020 sang Q2/2020, dẫn đến tổng sản lượng điện 2020 dự phóng giảm 11%. Bên cạnh đó, dự án BĐS Vĩnh Hưng cũng điều chỉnh thời điểm hoàn thành từ Q2/2021 sang Q4/2021. Vì vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu từ DA Vĩnh Hưng sẽ tập trung ghi nhận trong năm 2022. Trong 2022, kết quả kinh doanh có thêm sự đóng góp lợi nhuận từ 2 DA điện gió dẫn đến mức điều chỉnh tăng mạnh LNR so với dự phóng trước đây.
- LNR 2020 dự phóng đạt 461 tỷ đồng (+29% CK). Trong đó, 9 tháng cuối 2020 LNR ước đạt 370 tỷ đồng (+37% CK). Chúng tôi dự kiến DA BĐS Thanh Xuân sẽ tiếp tục bàn giao phần còn lại đem lại 696 tỷ đồng doanh thu (+327% CK) và 218 tỷ đồng lợi nhuận gộp (LNG +303% CK). Mảng thủy điện kỳ vọng tăng trưởng 43% doanh thu đạt 600 tỷ đồng và tăng trưởng 35% LNG đạt 351 tỷ đồng từ việc vận hành nhà máy thủy điện Mông Ân (30 MW), Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiệm 4 (6 MW). Tổng LNG 9 tháng cuối 2020 ước tăng 42% CK, bù đắp cho chi phí lãi vay tăng 53% CK (đạt 212 tỷ đồng) khi các DA đi vào hoạt động.
- PC1 công bố kết quả doanh thu sơ bộ 6 tháng đầu 2020 đạt 3,000 tỷ đồng (-1% CK) và LNST đạt 250 tỷ đồng (+6% CK), tương ứng 44% và 52% dự phóng doanh thu và LNR cả năm 2020 của chúng tôi.



Ngày cập nhật	12/06/2020
Thị giá	VND 17,600
Giá mục tiêu	VND 19,400
Upside	10%
Bloomberg	PC1 VN
Vốn hóa	VND 2,804 tỷ USD 120 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 10,100 VND 21,400
Giá trị giao dịch/ngày	VND 8.4 tỷ USD 0.4 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	18.93%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	5,845	6,836	5,639	6,906
EBIT	604	854	698	1,244
Lợi nhuận ròng	358	461	348	490
Lợi nhuận (cơ bản)	358	461	348	490
EPS (VND)	2,028	2,631	2,009	2,829
Tăng trưởng EPS (%)	-28%	30%	-24%	41%
P/E (x)	9	7	9	6
EV/EBITDA (x)	9	9	11	6
Cổ tức (VND)	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	10%	12%	8%	11%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	110%	148%	189%	161%

Nguồn: MBS Research

CTCP Xây lắp Điện I (HSX: PC1) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	5,845	6,836	5,639	6,906
Giá vốn hàng bán	5,026	5,736	4,692	5,404
Lợi nhuận gộp	819	1,100	946	1,502
Doanh thu tài chính	38	23	23	23
Chi phí tài chính	172	265	325	530
Lợi nhuận liên doanh liên kết	-33	2	0	0
Chi phí bán hàng	22	63	52	51
Chi phí quản lý	202	212	223	234
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	427	585	369	710
Lợi nhuận khác	6	6	6	6
Lợi nhuận trước thuế	433	591	375	716
Lợi nhuận sau thuế	376	481	323	587
Lợi nhuận ròng	358	461	348	490
Lợi ích cổ đông thiểu số	18	20	-25	97

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	4,153	3,940	3,421	3,698
I. Tiền & tương đương tiền	568	1,043	373	841
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	180	180	180
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,851	1,783	1,709	1,945
IV. Hàng tồn kho	1,434	848	1,047	729
V. Tài sản ngắn hạn khác	120	86	111	3
Tài sản dài hạn	4,162	7,299	9,767	9,863
I. Các khoản Phải thu dài hạn	8	8	8	8
II. Tài sản cố định	2,414	3,979	8,874	8,397
1. Tài sản cố định hữu hình	2,412	3,977	8,872	8,396
2. Tài sản cố định vô hình	2	2	2	1
III. Bất động sản đầu tư	168	215	202	264
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,179	2,730	338	871
V. Đầu tư tài chính dài hạn	64	63	63	63
VI. Tài sản dài hạn khác	330	305	282	260
Tổng tài sản	8,315	11,239	13,188	13,561
Nợ phải trả	4,620	7,127	8,757	8,680
I. Nợ ngắn hạn	2,497	2,728	2,831	3,062
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,546	1,418	1,341	1,418
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	951	1,310	1,490	1,644
II. Nợ dài hạn	2,123	4,399	5,925	5,617
1. Các khoản phải trả dài hạn	27	28	28	28
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,096	4,371	5,897	5,589
Vốn chủ sở hữu	3,695	4,112	4,431	4,881
1. Vốn điều lệ	1,593	1,593	1,593	1,593
2. Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,134	1,551	1,870	2,320
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	257	257	257	257
Tổng nguồn vốn	8,315	11,239	13,188	13,561

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2,028	2,631	2,009	2,829
BVPS (VND)	23,195	25,814	27,817	30,639
P/E	9	7	9	6
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	14%	16%	17%	22%
Biên EBITDA	13%	15%	19%	25%
Biên lợi nhuận ròng	6%	7%	6%	7%
ROE	10%	12%	8%	11%
ROA	4.8%	4.7%	2.8%	3.7%
Tăng trưởng				
Doanh thu	15%	17%	-18%	22%
EBITDA	-13%	37%	2%	64%
Lợi nhuận trước thuế	-25%	36%	-37%	91%
Lợi nhuận ròng	-23%	29%	-24%	41%
EPS	-28%	30%	-24%	41%
Tổng tài sản	26%	35%	17%	3%
Vốn chủ sở hữu	13%	11%	8%	10%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.66	1.44	1.21	1.21
Thanh toán nhanh	1.09	1.13	0.84	0.97
Nợ/Tài sản	56%	63%	66%	64%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.25	1.73	1.98	1.78
Khả năng thanh toán lãi vay	3.56	3.25	2.16	2.36
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3	3	3	3
Số ngày thu tiền bán hàng	110	111	111	111
Vòng quay hàng tồn kho	7	7	7	7
Số ngày tồn kho	52	52	52	52
Vòng quay các khoản phải trả	4	4	4	4
Số ngày phải trả	102	101	101	101

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	(334)	1,175	463	1,222
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(956)	(3,334)	(2,839)	(601)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	1,156	2,634	1,706	(154)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(134)	475	(669)	467